

Lettre semi-annuelle 2021

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2021, l'indice S&P/TSX affiche un rendement de 17,28% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 12,03% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 12,61% avant frais et de 10,60% après frais.

La part du Fonds Barrage a terminé le premier semestre avec une valeur liquidative par part de 295,64\$ et était à 267,30\$ au 1er janvier 2021. Depuis la création du fonds en 2013, le rendement annualisé est de 18,54% après frais. Au moment d'écrire ces lignes, le portefeuille comporte 8 titres, avec une encaisse négligeable.

À défaut d'avoir pu tenir l'assemblée annuelle ce printemps, nous avons invité nos clients à poser leurs questions pour y répondre dans la présente lettre. Parmi les questions soumises, il nous a été demandé pourquoi le fonds avait sous-performé par rapport aux indices depuis le début de l'année.

Nous avons reproduit ici le tableau des rendements:

Année	Barrage	S&P/TSX	S&P 500*	S**
2013	28,48%	9,92%	28,08%	
2014	24,38%	10,55%	23,81%	
2015	0,79%	-8,37%	21,65%	A
2016	42,03%	21,17%	8,21%	
2017	9,28%	9,02%	13,66%	A
2018	-6,06%	-8,85%	4,15%	A
2019	26,10%	22,64%	25,13%	
2020	25,93%	5,61%	16,32%	
2021	10,60%	17,28%	12,03%	AC
Moyenne	18,54%	8,91%	18,21%	

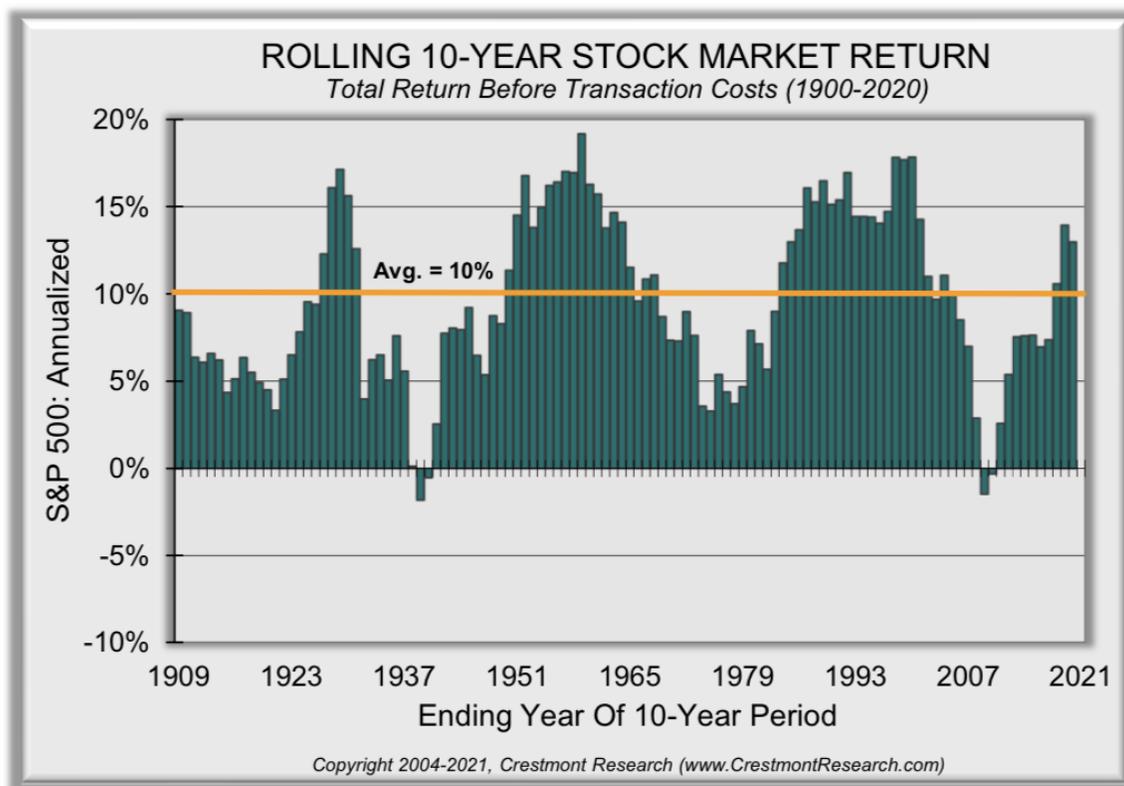
* Tous les rendements sont convertis en dollars canadiens

** S (sous-performance) par rapport au S&P 500 (A) et par rapport au S&P/TSX (C)

Lors des 8 dernières années, le fonds a sous-performé par rapport à l'indice américain sur 4 années, soit 50% du temps. Pourtant, le rendement composé durant cette période s'est avéré similaire, surpassant les 18% dans les deux cas, et il ne s'agit ici que d'une coïncidence.

Quant à la divergence des rendements d'une année à l'autre, elle signifie simplement que le fonds ne ressemble point à la composition de l'indice. Nous ne sommes pas présents dans tous les secteurs de la Bourse, et nous favorisons nettement certains d'entre eux, comme la publicité en ligne.

Avec des rendements aussi élevés pour un indice, on pourrait être tenté de conclure qu'il suffit d'investir passivement pour obtenir des rendements supérieurs. Le graphique qui suit, tiré du site de Crestmont Research, montre le rendement de 10 ans du S&P 500, à différents moments depuis 1909, jusqu'en 2020.



Ces rendements sont en dollars américains et ne tiennent pas compte de la variation de la devise canadienne. À long terme cependant, nous estimons que les fluctuations de la monnaie deviennent négligeables. À noter également que ces rendements incluent le réinvestissement des dividendes.

Comme nous pouvons le constater, les investisseurs se sont retrouvés avec des rendements négatifs sur 10 ans à deux reprises depuis 1909, soit dans les années 30 et durant la grande crise financière de 2008. L'investisseur patient sait pertinemment qu'il s'agit de situations temporaires. Le temps arrange les choses! Toutefois, on découvre également quelques situations où ces rendements surpassent les 17%, amenant souvent son lot d'optimisme chez les investisseurs. Ces derniers, n'ayant pas nécessairement vécu ou gardé en mémoire les périodes moins fastes, oublient trop facilement que la moyenne historique oscille autour de 10%.

Or, une chute boursière de 22% en 2021 ramènerait la moyenne à 10% sur 11 ans. Cette chute atteindrait par contre 73% si le rendement moyen devait atteindre 0%. Il ne s'agit pas ici d'une prédiction de krach boursier, mais plutôt d'une simple constatation d'un possible retour vers la moyenne historique. Les marchés pourraient s'apprécier encore bien davantage avant de céder du terrain. Par exemple, le graphique montre que vers 1959, la moyenne de 10 ans avait atteint plus de 19%. Si l'on prend comme point de départ le rendement sur 9 ans au 1er janvier 2021, soit 15.3%, il faudrait à l'indice 58% de rendement pour terminer l'année 10 avec une moyenne de 19%.

Pratiquer le style d'investissement valeur requiert beaucoup de discipline, et tout particulièrement lorsque les marchés engendrent des rendements élevés sur une longue période. Les aubaines deviennent plus difficiles à trouver, et il peut devenir tentant de participer aux tendances du jour.

Ces tendances attirent l'attention par leur caractère spectaculaire. Lorsqu'elles deviennent assez fortes pour influencer les marchés (et par ricochet, le rendement des indices boursiers), elles font de l'ombre aux méthodes d'investissement plus conservatrices. Pourquoi se donner tant de mal à bien connaître des entreprises alors que la simple détention d'une cryptomonnaie, comme le bitcoin, a rapporté plus de 200% par an depuis 2011? Imaginez un instant notre sous-performance s'il avait été inclus dans l'indice S&P 500!

Un lecteur nous a posé la question à savoir si l'écart de rendements entre le fonds et les indices depuis le début de l'année était dû à un changement de stratégie dans notre gestion. La réponse est non. Soulignons que cette sous-performance devrait survenir environ une année sur 3, et plus souvent dans le cas d'un marché fortement haussier. Si un jour nous ne trouvons rien d'intéressant à acquérir en Bourse, nous opterions pour demeurer sur les lignes de côté, et ce, peu importe la performance présente et future de l'indice. Cela pourrait occasionner d'autres moments de sous-performance. Réitérons que notre objectif pour le portefeuille est basé sur la limitation des risques d'abord, ensuite la performance à long terme.

Apprendre de la culture de nos compagnies

«Cesse d’y penser Pierre, c’est horrible. La dernière chose que nous voudrions, ce serait de gérer des centres de distributions de cette façon.»¹

Ces paroles auraient été prononcées en 1998 par la chef de la direction d’eBay, Meg Whitman. Accompagnée du fondateur de la compagnie, Pierre Omidyar, elle avait visité un centre de distribution d’Amazon où l’on développait de nouvelles techniques d’automatisation. Omidyar semblait impressionné, mais pas Whitman.

Sachant tout le succès qu’a connu Amazon ces 20 dernières années, on pourrait penser que ce commentaire négatif à l’endroit de l’initiative de Jeff Bezos trahissait un manque de jugement ou de compétence. Whitman a pourtant su faire passer les ventes d’eBay de 4 millions à 8 milliards de dollars pendant les 10 années consacrées en tant que chef de la direction.

Ce genre d’anecdotes nous rappelle que personne n’est infaillible. Il suffit de penser à Warren Buffett, qui a préféré investir dans IBM plutôt que dans Alphabet il y a 5 ans. Toute idée originale mérite d’être étudiée, malgré les sceptiques et les risques. Jeff Bezos a réussi à instaurer une culture d’innovation chez Amazon. Parmi les éléments essentiels de cette culture, nous retrouvons l’approvisionnement de l’échec. Non seulement celui-ci est envisagé, mais M. Bezos s’y attend. Autrement dit, pour réussir, il faut d’abord essayer car si on punit sévèrement l’échec, on décourage l’initiative, privant la société de nouveaux services ou produits qui auraient contribué à renforcer ses avantages compétitifs.

On pense également chez Amazon que les décisions ne devraient pas être perçues comme étant irréversibles. Si l’idée de départ n’était pas la bonne, on peut continuer le projet avec une idée différente, sans craindre de voir le projet annulé. Il faut donc une grande ouverture d’esprit, et nous admirons cette culture, qui a grandement favorisé l’impressionnante ascension d’Amazon depuis ses débuts.

Ironiquement, nous avons en quelque sorte nous-mêmes emprunté un peu de cette culture afin de voir Amazon sous un angle différent il y a 4 ans. Pour un investisseur, cela se traduit par une capacité à se remettre en question, à reconsidérer une thèse d’investissement. Pendant longtemps, après avoir étudié les plus grands investisseurs de ce monde tels que Warren Buffett, nous avons longtemps vu d’un œil négatif les sociétés qui engendrent peu ou pas de profits.

¹ Tiré du livre «*The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon*» de l’auteur Brad Stone (2013)

Comparons IBM avec Amazon. En 2017, IBM affichait des profits moyens de 12G\$US par année sur 5 ans, comparativement à 1,2G\$US pour Amazon. Pourtant, la valeur au marché de ces deux compagnies atteignait 160G\$US et 450G\$US respectivement. À première vue, on constate l'énormité de la disparité dans l'évaluation: 13 fois les profits contre 375 fois. Difficile de justifier une telle différence uniquement avec les perspectives de croissance! Il fallait donc faire preuve d'une certaine ouverture d'esprit pour voir un peu plus loin que les profits comptables.

À l'époque, Amazon investissait dans la division qui allait ultimement devenir la plus rentable au sein de sa compagnie: AWS (Amazon Web Services). Une grande partie des dépenses étaient allouées à la recherche et développement, ce qui occasionnait une économie d'impôts considérables tout en créant beaucoup de valeur. Donc, d'un côté nous nous retrouvions avec des profits comptables déprimés. De l'autre, on investissait dans un segment qui vaut aujourd'hui à lui seul environ 600G\$US, soit 1,3 fois la valeur totale de la société il y a 4 ans! Ses investisseurs ont été bien récompensés: de 2017 à aujourd'hui, la capitalisation boursière d'IBM a chuté de 20% alors que celle d'Amazon a quadruplé!

Au dernier trimestre, Amazon a publié des ventes totales en hausse de 44%. Aidées par la transition en ligne due à la pandémie, les ventes en Amérique du Nord ont crû de 40%, et à l'international, un impressionnant 60%. AWS, la division qui vaut à elle seule une fortune, a vu ses revenus augmenter de 32%.

Suite à la fin de la pandémie, la société prévoit des résultats plus modestes: 22% à 28% (en devises constantes). Nous sommes toujours d'avis que AWS représente encore un excellent moteur de croissance pour la société.

Questions des clients

Pour la suite de la lettre, nous enchaînerons avec des réponses directes à vos questions. Nous couvrirons nos autres titres à travers ces réponses.

Quel sera l'impact potentiel des événements suivants sur les valeurs boursières:

- *la réforme fiscale proposée par le président Biden pour les entreprises (taux d'imposition de 20% à potentiellement 28%)?*
- *la gestion de la dette qui est devenue hors de contrôle?*
- *le taux d'inflation en forte hausse?*
- *le taux des obligations qui augmente par anticipation. Est-ce que nous sommes en zone de correction?*

- *le dollar canadien qui atteint de nouveaux sommets?*
- *est-ce que les entreprises dites «vertes» ont la cote?*

Tout d'abord, nous aimerions souligner que notre stratégie d'investissement change peu ou pas en fonction des facteurs macro-économiques. Une bonne et solide entreprise demeure bonne dans la plupart des situations économiques. Comme nous recherchons des titres d'entreprises qui sont gérées de façon conservatrice, nous éliminons bien des risques.

Par exemple, Facebook et Alphabet (Google) possèdent 84G\$US et 121G\$US en actifs liquides nets de dettes respectivement. Elles n'ont point besoin de financement externe. L'un des risques majeurs associés aux taux d'intérêt repose sur la nécessité de refinancer sa dette lorsqu'elle vient à échéance. Facebook et Google détiennent assez de liquidités pour passer à travers une crise sévère, sans dépendre de personne.

Nous sommes d'accord avec le fait que la dette américaine, ainsi que les dettes en général (souveraines, corporatives et celles des ménages) ont franchi des niveaux élevés. L'arrivée d'une forte inflation constitue un risque, et nous pensons que nos compagnies seraient alors en mesure d'augmenter leur prix, ce qui nous confère une certaine protection.

En ce qui concerne les obligations, depuis longtemps nous pensons que le rendement qu'elles procurent ne compense pas le risque d'inflation. Nous n'avons cependant aucune idée de ce qui se passera à court et moyen terme, et dans une certaine mesure, à long terme. Si nous avons appris quelque chose sur les prédictions macro-économiques, c'est qu'il suffit d'en faire pour s'assurer d'avoir tort de temps à autre. Nous préférons avoir la certitude que peu importe le scénario envisagé, les compagnies de notre portefeuille s'en tireront bien à long terme.

Quant au risque de la devise et de la hausse du taux d'imposition, ceux-ci sont fortement atténués par le haut pourcentage de revenus étrangers que nos compagnies engendrent. Par exemple, seulement 24% des revenus de Spotify proviennent de l'Amérique du Nord. Tout ce qui est à l'extérieur des États-Unis ou presque ne sera pas affecté par la hausse d'impôts si elle devait survenir.

Finalement, on mentionnait les entreprises «vertes» qui ont la cote. La majorité de nos titres constitueraient de parfaits candidats. Netflix prévoit devenir totalement neutre au niveau de l'émission de carbones dès l'an prochain. Quant à Microsoft, elle vise à commencer à «retirer» des carbones de l'atmosphère à partir de 2030, ainsi qu'à avoir éliminé «tous» les carbones émis depuis 1975 dès 2050! Notons cependant que nous ne pensons pas que nos sociétés bénéficient d'une prime d'évaluation quelconque par rapport à ces efforts.

Avec toutes les opportunités des «reopening stocks», aucun n'a été sélectionné et même après la vente partielle d'Activision, vous avez investi dans les mêmes titres. Qu'est-ce qui vous fait penser que la diversification n'est pas de mise cette année?

Allons-y avec un exemple. Lorsqu'Alphabet et Facebook ont annoncé leurs résultats du 1er et 2e trimestre de 2020, en plein cœur de la pandémie, nous avions très peu d'attentes. L'économie avait été fermée par nos gouvernements, et la plupart des sociétés avaient besoin d'argent pour survivre. Couper fortement dans la publicité aurait constitué une action logique dans les circonstances. Or, Alphabet a annoncé une hausse de 15% de ses revenus au 1er trimestre, et 0% (devises constantes) au 2e trimestre. Quant à Facebook, ses ventes ont crû de 17% au 1er trimestre et 11% au 2e trimestre 2020.

La grande agence de publicité WPP a affiché des revenus de -3% et -15% pour les mêmes périodes. Or, nous savions qu'il s'avère beaucoup plus facile de couper un budget de publicité auprès d'Alphabet et Facebook, étant donné qu'il suffit de changer les paramètres en temps réel en ligne (il n'y a pas de contrat sur plusieurs années). Nous avons été agréablement surpris par la solidité des résultats dans les circonstances, et nous avons donc préféré réinvestir dans nos propres titres. Soulignons que nous n'avons pas été déçus par les récents résultats! Au premier trimestre de cette année, nous assistons à des ventes en hausse de 48% pour Facebook et de 34% pour Alphabet.

Quant à la question de la diversification, mentionnons que nos compagnies apportent déjà une excellente diversification autant par leurs secteurs d'activités que leurs territoires géographiques. Par exemple, posséder Amazon, c'est investir dans la vente au détail, la plateforme de vente au détail et les infrastructures dans le nuage. Dans le cas de Netflix, 56% de ses revenus proviennent de l'extérieur des États-Unis et du Canada. Dans le cas de Facebook, c'est 52%, et ce chiffre est appelé à croître.

Plusieurs de nos compagnies diversifient également leurs activités. Par exemple, le chef de la direction Adam Mosseri chez Instagram (plateforme appartenant à Facebook), a récemment déclaré: « *Soyons honnêtes, la compétition est de plus en plus forte maintenant. Tik Tok (qui appartient à Bytedance) est rendue énorme, YouTube est encore plus grand, et il existe beaucoup d'autres startups également. Nous ne sommes plus une application de partage de photos. Vous allez nous voir faire un nombre de choses ou expérimenter certaines choses dans les mois qui viennent.* »

Instagram veut concentrer ses efforts sur les quatre éléments suivants: la création, la vidéo, le magasinage et la messagerie. Mark Zuckerberg de son côté a récemment donné une entrevue dans laquelle il prévoit une grande popularité pour la réalité virtuelle, qui permettra aux gens de se rencontrer à distance, et il estime que les inscriptions pour ce

genre de service seront comparables au succès de la compagnie de vélos d'exercice Peloton. Marketplace, la plateforme de ventes et achats entre individus, compétitionne fortement avec Craigslist et Kijiji. Diem, une cryptomonnaie à valeur stable sera vraisemblablement initiée cette année, et remplacera le projet de la Libra. Plus le temps passe, plus nos entreprises se diversifient pour rester compétitives!

Quel est l'attrait majeur de Spotify? Bien que c'est un service populaire, il n'est pas très généreux avec les artistes, il paye 2 fois moins que Apple. Le podcaster Joe Rogan me semble aussi une bombe à retardement! Quel est votre cours cible de ce titre?

Suite à la baisse importante des titres de Netflix et Spotify, que pensez-vous des perspectives long-terme de ces 2 titres? Avez-vous encore confiance en leurs modèles d'affaires respectifs?

Nous voyons en Netflix et Spotify des modèles d'affaires similaires. Le premier oeuvre dans la diffusion en continu de vidéos, le deuxième, dans la diffusion en continu de l'audio. Cependant, Spotify est moins avancé dans la poursuite de ses ambitions. Elle mène dans le secteur de la musique, mais son objectif ultime, c'est l'audio.

Son fondateur, Daniel Ek, estime qu'il faut se démarquer, et devenir une plateforme qui offre davantage que de donner accès à de la musique. Spotify domine le secteur, avec ses 356 millions de membres. Cependant, on peut maintenant écouter la plupart des chansons à travers Youtube Music, Apple Music et Amazon Music, ce qui en fait une commodité. En visant devenir le leader dans l'audio, Daniel Ek veut créer et acquérir du contenu qui demeurera unique et exclusif à Spotify. C'est pourquoi il s'est tourné vers le podcast.

Spotify va constamment chercher à améliorer son offre, avec d'un côté de meilleurs algorithmes pour faire découvrir de la musique au public, et de l'autre côté de nouveaux outils pour les artistes pour créer et diffuser leur musique. Cependant le podcast va permettre à l'entreprise de vraiment se démarquer auprès de ses concurrents. À moyen ou long terme, nous pensons que M. Ek parviendra à trouver des façons efficaces de monétiser ces podcasts, notamment avec la publicité. Nous avons donc une grande confiance dans la direction et jugeons que le titre se transige à un prix attrayant par rapport au potentiel, à moins de 6 fois les revenus.

Au sujet des baisses boursières des deux titres, cela s'explique par les prédictions de nouveaux abonnés qui s'avèrent inférieures aux attentes. Tout particulièrement dans le cas de Netflix, la pandémie avait amené beaucoup de nouvelles souscriptions, et un retour vers la normale était à prévoir. Nous ne sommes pas inquiets outre mesure, et avons considéré ces baisses comme des opportunités d'achats.

Après la fermeture des Bourses, lors de leurs derniers résultats, Amazon était en baisse. C'est quand même incroyable compte tenu des résultats qui ont surpris les analystes. Quel est votre point de vue?

Ce genre de situation survient quand même assez fréquemment. Parfois, les attentes des investisseurs surpassent celles des analystes, créant ainsi des baisses prononcées à la divulgation des résultats. Cela ne change en rien notre opinion. Lorsqu'une compagnie publie ses résultats, nous faisons à nouveau nos calculs; et si la Bourse nous offre un cadeau, nous l'acceptons.

Je me demandais pourquoi la position dans Activision a baissé de 3% du portefeuille au 31 décembre à un peu moins de 1% au 30 avril. Ce n'est pas rapide pour réduire la position dans un titre?

Nous avons une petite position dans ce titre, et notre degré de conviction n'a pas augmenté par la suite. Nous avons donc opté pour le réduire lorsque nous avons besoin de liquidités pour saisir d'autres opportunités. Notre décision ne découle nullement du fait que nous ayons produit un gain avec le titre.

Avez-vous un bassin important de sociétés en réserve et dont vous attendez la baisse du titre pour acheter?

Certainement! C'est pourquoi nous aimons les baisses boursières. En tant qu'investisseurs valeur, nous devons faire preuve de discipline. Ce que l'on voit dans le portefeuille n'est souvent que la pointe de l'iceberg, puisqu'on y inclut seulement les titres pour lesquels notre degré de conviction est assez élevé, tout en ayant un prix intéressant.

Cependant, cela ne signifie pas pour autant qu'advenant un krach boursier, le portefeuille va changer radicalement. Il arrive souvent qu'un titre X sur la liste de suivi baisse de 30%, alors qu'un titre Y détenu en portefeuille cède 20%. Si notre degré de conviction demeure toujours plus élevé avec le titre Y, nous rachèterons probablement ce titre si nous disposons de liquidités pour le faire. Comme toujours, minimiser le risque constitue la pierre angulaire de notre philosophie.

J'aimerais savoir pourquoi vous êtes revenus avec Microsoft? Est-ce que leur modèle d'affaires a changé considérablement? Est-ce qu'il y a des nouveaux dirigeants ou est-ce qu'une branche a pris plus de poids dans l'entreprise?

Tout d'abord, c'était la première fois que nous devenions actionnaires de Microsoft. Nous suivions l'entreprise depuis longtemps déjà, mais nous estimions que le titre était trop cher. Puis, la montée fulgurante d'Azure (leur division de nuage) rendait le titre de plus en plus attrayant à nos yeux. Le suivant de près, nous avons éventuellement pu le saisir à un prix raisonnable.

De quelle manière le Fonds Barrage, en regard de sa composition de titres exclusivement en technologies de l'information, profitera-t-il du rebond de l'économie traditionnelle (infrastructures et matières premières) actuellement dopée par les plans de relance votés par plusieurs états?

Tout d'abord, il s'avère important de distinguer l'approche ascendante de l'approche descendante. La première consiste d'abord à étudier les entreprises individuellement pour trouver celles qui nous intéressent le plus. La deuxième a pour point de départ un secteur ou une tendance en particulier, pour finalement atterrir sur un ou plusieurs titres. Chercher à profiter du rebond économique par le biais du secteur de l'infrastructure constitue une approche descendante.

Or, dans l'application de notre philosophie, nous nous concentrons sur la sélection individuelle de titres, sans égard aux tendances, ce qui en fait une approche uniquement ascendante. Notre but ne consiste donc pas à tirer profit de certaines tendances, mais celles-ci vont dans plusieurs cas solidifier notre thèse d'investissement. Par exemple, Facebook et Alphabet bénéficient du virage numérique de la publicité (nous les percevons davantage dans la publicité que dans la technologie). Nous aimons ces entreprises surtout pour leurs caractéristiques individuelles: direction exceptionnelle avec une vision à long terme, bilans conservateurs, avantages compétitifs évidents, etc. Autrement dit, nous n'avons pas cherché à investir dans la publicité numérique à tout prix, mais nous voulions surtout être actionnaires de Facebook et Alphabet. Nous pensons qu'avec cette approche, nous obtenons le meilleur rapport rendement / risque à long terme.

La réglementation chez les «big tech»

Au moment d'écrire ces lignes, le président américain Joe Biden signait un décret antitrust qui contenait quelque 72 recommandations impliquant une douzaine d'agences fédérales. On vise bien sûr plusieurs de nos titres.

Pourquoi tout ce bruit autour des «big tech»? Probablement leur grande taille. Le simple fait d'en discuter peut contribuer à gagner du capital politique. C'est en partie pourquoi ces enquêtes sur les big tech, les critiques et les menaces à leur endroit vont se poursuivre dans le futur. Ces sociétés continuent de croître et vont attirer davantage l'attention. Nous sommes toujours confiants que dans l'éventualité d'une division de ces entreprises, un scénario plus ou moins semblable à celui de la Standard Oil est toujours envisageable, comme nous l'avons mentionné dans notre lettre semi-annuelle de 2019. Tant et aussi longtemps que nos compagnies se transigent à des prix intéressants, la possibilité d'une plus-value instantanée en cas de séparation demeure bien réelle.

Les marchés réagissent souvent négativement chaque fois qu'on annonce de telles mesures, créant des opportunités d'achats à court terme, pour des investissements à long terme. En l'absence de la crainte des marchés, nous jugeons que nos titres se transigeraient bien plus près de leur valeur intrinsèque.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière